

BANCO DE ESPAÑA

LA INSTRUMENTACION DE LA POLITICA
MONETARIA ESPAÑOLA EN EL MARCO
DE LA INTEGRACION EUROPEA

José Luis Escrivá y José Luis Malo de Molina

SERVICIO DE ESTUDIOS
Documento de Trabajo nº 9104

LA INSTRUMENTACION DE LA POLITICA MONETARIA ESPAÑOLA EN EL MARCO DE LA INTEGRACION EUROPEA (*)

José Luis Escrivá
José Luis Malo de Molina

(*) Artículo preparado para la reunión de otoño de economistas de bancos centrales del BIS. En su elaboración se ha beneficiado de los comentarios recibidos de Javier Aríztegui, Pedro Martínez Méndez y José Pérez, así como de la discusión del mismo en dicha reunión.

El Banco de España al publicar esta serie pretende facilitar la difusión de estudios de interés que contribuyan al mejor conocimiento de la economía española.

Los análisis, opiniones y conclusiones de estas investigaciones representan las ideas de los autores, con las que no necesariamente coincide el Banco de España.

ISBN: 84-7793-082-1

Depósito legal: M. 5605 - 1991

Imprenta del Banco de España

Este trabajo fue presentado a la reunión de economistas de bancos centrales organizada por el Departamento Económico y Monetario del Banco Internacional de Pagos en Noviembre de 1990. En el mismo se analiza el proceso de toma de decisiones de política monetaria en España, en el marco actual de integración económica y monetaria en el seno de la Comunidad Económica Europea.

En el primer apartado se describe este proceso desde una perspectiva institucional respondiendo a algunas de las cuestiones planteadas en la convocatoria de dicha reunión.

En los apartados segundo y tercero se profundiza en el diseño de la política monetaria y en los problemas que rodean la instrumentación de la misma, a la luz de los importantes cambios que se han registrado en los últimos años, en especial: la entrada de la peseta en el SME y la asunción de un firme compromiso hacia la Unión Económica y Monetaria.

1. EL PROCESO DE TOMA DE DECISIONES DE LA POLITICA MONETARIA EN ESPAÑA

La ley de Organos Rectores del Banco de España, de 21 de junio de 1980, establece en su artículo 3 que entre otros fines el Banco de España "desarrollará, en sus vertientes interior y exterior, la política monetaria de acuerdo con los objetivos generales fijados por el Gobierno, instrumentándola del modo que considere más adecuado para el cumplimiento de los fines a alcanzar, en especial el de salvaguardar el valor de la moneda". El Banco de España, igualmente, informa y aconseja al Gobierno sobre estas materias.

El Gobierno fija anualmente las líneas maestras de su política económica y define las prioridades en esta materia en los Presupuestos Generales del Estado que presenta al Parlamento, para su discusión y aprobación, a lo largo del último trimestre del año. De forma paralela, el Banco de España elabora la programación monetaria para el año siguiente, tomando como referencia fundamental el escenario macroeconómico que incorporan dichos Presupuestos.

Por una parte, las previsiones gubernamentales respecto al crecimiento del producto interior bruto y las metas que se establecen en términos de la tasa de inflación de la economía definen los límites de expansión del gasto nominal a financiar mediante la creación de liquidez y constituyen el punto de partida para la elaboración de esta programación.

Por otra parte, las previsiones de los Presupuestos con respecto a las necesidades de endeudamiento del Estado, y la forma en que éstas van a

financiarse, junto a los avances que se realizan en el Banco de España sobre la evolución de la balanza de capitales y el comportamiento de los distintos mercados financieros interiores, permiten determinar, en el marco de un presupuesto monetario, la coherencia de los principales flujos de financiación que se establecen entre los distintos sectores de la economía y los efectos de las políticas monetarias y fiscales programadas sobre las condiciones financieras de la economía, los tipos de interés y el tipo de cambio.

El conjunto de trabajos que se integran en la programación monetaria anual -entre los que se incluyen, además del presupuesto monetario, simulaciones con funciones de demanda de dinero y de crédito, análisis de posibles desplazamientos en la velocidad de circulación, fijación de escenarios del entorno internacional (tipos de interés, tipos de cambio, flujos comerciales y movimientos de capitales con el exterior)- conducen a la fijación de objetivos monetarios en términos de un agregado de cantidad de dinero. Los trabajos de programación monetaria realizados y las conclusiones de los mismos se elevan a la consideración y aprobación del Consejo Ejecutivo del Banco.

A partir de 1990, la fijación de los objetivos monetarios está sometida, además, a un proceso de consultas con los demás países miembros de la CEE, según los procedimientos adoptados por el Comité de Gobernadores.

Una vez establecidas las referencias para el crecimiento de la liquidez para el conjunto del año, se realiza un seguimiento continuado de los objetivos. A tal efecto, se elaboran, cada diez días, avances de carácter interno sobre la evolución de las magnitudes monetarias y, mensualmente, se prepara un documento de "Objetivos

Monetarios" en el que se analiza el comportamiento más reciente de los agregados monetarios y de los distintos mercados financieros, en especial los mercados monetarios y cambiarios; se estudia la naturaleza de las desviaciones en los objetivos de cantidad de dinero; se evalúa la información más reciente disponible respecto al sector real de la economía; y se toman en consideración los nuevos datos que proporciona el entorno internacional. Finalmente, el documento establece recomendaciones respecto al carácter de la política monetaria; considera las fricciones que pueden surgir entre las vertientes interior y exterior de la política monetaria; marca las orientaciones que debe seguir la política de tipos de interés del Banco de España; y fija, igualmente, referencias para el crecimiento de la cantidad de dinero en el mes siguiente.

Este documento se eleva para su estudio y aprobación a la Comisión de Política Monetaria, que está compuesta por el Gobernador, el Subgobernador, todos los Directores Generales del Banco y los Jefes de las Oficinas de Operaciones, Operaciones Exteriores, Estudios Monetarios y Financieros y Coyuntura y Estudios Económicos.

Por lo que se refiere a la gestión más a corto plazo de la política monetaria, el órgano competente es la Comisión de Operaciones, que se reúne, a primera hora de la mañana, para definir la intervención diaria del Banco de España tanto en los mercados monetarios como, en su caso, en el de divisas. La Comisión está compuesta por el Gobernador, Subgobernador, los Directores Generales del área de Regulación Bancaria, del área de Operaciones, del área Internacional y del Servicio de Estudios, así como el Jefe de Operaciones que actúa como secretario. Las decisiones adoptadas en la Comisión de Operaciones se

comunican al Consejo Ejecutivo del Banco, que se reúne los martes y viernes de cada semana. En ausencia de situaciones imprevistas, las líneas de actuación de la Comisión de Operaciones se enmarcan dentro de las recomendaciones establecidas en la reunión mensual de la Comisión de Política Monetaria.

La reunión que celebra la Comisión de Operaciones el primer día de cada decena adquiere especial importancia. En ella se establece una banda máxima de fluctuación del tipo de interés de depósitos interbancarios a un día; se resuelve la subasta decenal de certificados del Banco de España -que constituye el instrumento de inyección de la mayor parte de la liquidez que requieren las entidades para cubrir a lo largo de la decena el coeficiente de caja-, y la subasta de cesiones temporales de Letras del Tesoro a tres meses, fijándose los tipos de interés marginales correspondientes.

Diariamente la Comisión de Operaciones resuelve los problemas cotidianos que van surgiendo en la gestión de la liquidez y, de acuerdo con la situación de los mercados monetarios y cambiarios, da instrucciones a la Oficina de Operaciones sobre el nivel deseable de los tipos de interés practicados por el Banco en las operaciones de mercado abierto que permiten situar el tipo interbancario en alguna zona determinada dentro de la banda de fluctuación de referencia para el conjunto de la decena. En esta Comisión se consideran, igualmente, las intervenciones intramarginales que, en su caso, haya que realizar en el mercado de divisas.

En el proceso de toma de decisiones de política monetaria, y en un horizonte temporal más largo, adquiere una especial importancia la coordinación en el movimiento

de los tipos de interés entre el Banco de España y el Tesoro público. Los períodos en los que esta conexión no se ha asegurado suficientemente han conducido a coyunturas inestables en el comportamiento de los mercados de deuda y de dificultad para la instrumentación de la política monetaria. Desde 1983 (O.M. de 13 de enero), existe un cauce estable para armonizar las decisiones sobre tipos de interés entre el Tesoro y el Banco de España a través de la Comisión de Resolución de las subastas de Deuda Pública, que está compuesta por tres miembros del Ministerio de Economía -el Director General del Tesoro, el Subdirector General de Deuda Pública y el Interventor de dicha Dirección- y tres miembros del Banco de España -El Subgobernador, el Director General del área de Operaciones y el Jefe de la Oficina de Operaciones-. Esta comisión se reúne previamente a la resolución de cada una de las subasta quincenales de Letras del Tesoro y a la subasta mensual de bonos y obligaciones del Estado. La decisión final sobre el tipo de interés al que se resuelven estas subastas es, en cualquier caso, competencia de la Dirección General del Tesoro del Ministerio de Economía.

La creciente integración en Europa de los mercados financieros españoles y la necesidad de armonizar los esquemas de control monetario en el proceso de unificación económica y monetaria dentro de la CEE hacen necesario suprimir los mecanismos por los cuales la financiación de los déficits públicos ha estado interfiriendo en la instrumentación de la política monetaria y en la actividad bancaria. En este sentido, durante 1990 se han dado dos pasos importantes.

Por un lado, el coeficiente de caja, cuyo elevado nivel durante los últimos años -entre el 17 y 19,5%- ha venido motivado por las fuertes necesidades de

financiación del Tesoro, se ha reducido hasta el 5%. Para evitar los problemas de control monetario que una reducción de esta magnitud pudiera ocasionar, se ha colocado en las entidades financieras deuda del Banco de España por el volumen de liquidez liberado. Estos títulos se irán amortizando según un calendario entre 1993 y el año 2000. Paralelamente, el coeficiente de inversión obligatoria en deuda pública al que han estado sometidas las entidades financieras se redujo en 1989 el 11% y se estableció un calendario trimestral de reducción progresiva de tal forma que a finales de 1992 se alcanzará su total eliminación.

Por otro lado, la Ley de Presupuestos del Estado de 1990 establece un límite al incremento del endeudamiento del Estado con el Banco de España, de forma que éste al final de cada año tiene que ser nulo.

Dentro del marco institucional definido en este apartado, el proceso de toma de decisiones de política monetaria en España se ha visto condicionado de forma creciente en los últimos años por la integración internacional de los mercados financieros españoles y, en especial, por la entrada de la peseta en el mecanismo de cambios del SME, dentro del proceso de unificación económica y monetaria en el seno de la CEE. Esta nueva dimensión para la política monetaria española constituye el elemento de referencia fundamental para la discusión de distintos aspectos del control monetario que se abordan en los apartados siguientes.

2. LOS CONDICIONANTES EXTERIORES DE LAS DÉCISIONES DE POLITICA MONETARIA, CON ANTERIORIDAD A LA ENTRADA EN EL SME

Las tareas que la política monetaria española ha tenido que abordar en los últimos años han estado fuertemente condicionadas por la dinámica de convergencia con los niveles de estabilidad económica y de renta de los países centrales del SME, en el marco de la aceleración de los procesos de unificación económica y monetaria europea. Además, el proceso de toma de decisiones se ha visto crecientemente influido por las tendencias internacionales hacia la mayor interdependencia entre los mercados nacionales y la intensificación de los movimientos de capitales.

El esfuerzo de reducción de los diferenciales de inflación con los países del SME y de contención del déficit de la Balanza de Pagos, en el marco de una economía muy dinámica, ha determinado la aparición de frecuentes fricciones, durante la segunda parte de la década de los ochenta, tanto entre los objetivos internos y externos como entre el mantenimiento de la disciplina monetaria y la estabilidad de los mercados financieros, que han reducido la eficacia y la credibilidad del esquema de control monetario basado en el seguimiento estricto de objetivos para una determinada definición del dinero.

La combinación de políticas aplicada en España en los últimos años ha hecho descansar sobre el control monetario una parte muy importante de la responsabilidad en la regulación de la demanda agregada. Dado el fuerte crecimiento que ha venido experimentando recientemente la economía española, sometida a la presión de elevados ritmos de expansión del gasto privado, y ante la ausencia

de una política presupuestaria de carácter suficientemente austero, la política monetaria se ha visto obligada a mantener un tono notablemente restrictivo y, en consecuencia, los tipos de interés han tendido a situarse en niveles altos.

Esta elevada rentabilidad de los activos denominados en pesetas, que han consolidado amplios diferenciales de tipos de interés con el exterior, ha constituido un estímulo permanente a la entrada de capitales, que se ha visto reforzado por la existencia de unas expectativas de estabilidad o incluso de apreciación de la peseta. Este proceso se ha producido en un contexto de creciente internacionalización de los mercados financieros españoles y de tendencia hacia la reducción de los controles de cambios, lo que ha aumentado considerablemente la sensibilidad del mercado de la peseta a las variaciones en los tipos de interés interiores. Los flujos motivados por la búsqueda de una rentabilidad a corto plazo se han superpuesto a las entradas de capital más permanentes, asociadas a las acrecentadas expectativas de rentabilidad que ofrece la economía española al insertarse en unos mercados más amplios y en un contexto de mayor estabilidad económica.

Sin embargo, en un contexto de inflación relativamente elevada, los flujos financieros han tendido a concentrarse en los mercados a corto plazo y han sido canalizados, fundamentalmente, a través del sistema bancario, lo que ha constituido un factor importante de perturbación para la instrumentación de la política monetaria, especialmente en el proceso de armonización de sus vertientes interior y exterior (véase Aríztegui y Fernández de Lis, 1989).

En estas circunstancias, el seguimiento estricto de los objetivos monetarios habría supuesto un aumento de los niveles y de la variabilidad de los tipos de interés y, en el marco de la creciente movilidad de los capitales, una fuerte tendencia a la apreciación de la peseta. Una política monetaria de esta naturaleza habría ejercido su influencia contractiva sobre la demanda interior con unos efectos sobre su composición interna netamente perjudiciales para la perspectiva de crecimiento a medio plazo y de integración creciente en los mercados europeos, ya que habría concentrado los impactos restrictivos sobre la formación bruta de capital y las exportaciones. Por otra parte, las rigideces persistentes en el mercado de trabajo hacían temer que una estrategia deflacionista basada de forma muy importante en la apreciación nominal del tipo de cambio podrían haber facilitado el mantenimiento de unos ritmos de crecimiento de los costes interiores incompatibles con la convergencia a largo plazo con la tasa de inflación prevaleciente en el núcleo del sistema, ya que en estas condiciones, el impacto favorable del tipo de cambio sobre los precios podría haber sido absorbido por un aumento de los salarios, sin trasladarse al núcleo subyacente de la inflación interior.

Por ello, las autoridades monetarias, desde 1986, trataron de contener la tendencia a la apreciación de la peseta dentro de márgenes moderados, interviniendo en los mercados de cambio y recurriendo, en ocasiones, a ciertas restricciones administrativas sobre las entradas de capital, con el fin de compatibilizar la resistencia a la apreciación del tipo de cambio con el mantenimiento del crecimiento de los agregados monetarios y crediticios en tasas coherentes con los objetivos de estabilidad interior.

Con anterioridad a 1986, el indicador de tipo de

cambio observado por el Banco de España lo constituía un índice del tipo de cambio efectivo nominal de la peseta frente a las monedas de los países más desarrollados, convenientemente ponderadas por su importancia del comercio exterior con España. Sin embargo, excepto en periodos muy concretos, la evolución de este índice no constituyó un mecanismo de reacción de las autoridades económicas. Con la incorporación de España a la CEE, al inicio de 1986, el Banco de España pasó a observar un índice de tipo de cambio efectivo nominal frente a los países comunitarios, excluidos Grecia y Portugal. El comportamiento de este índice fue asumiendo mayor importancia de forma progresiva en las decisiones de política monetaria y en las intervenciones en los mercados de cambios. Razones vinculadas a la forma de operar por parte del Banco de España en este mercado y al funcionamiento del SME, con el marco como moneda dominante, propiciaron que la política cambiaria española tomara como referencia esencial la divisa alemana. Así, formalmente, desde 1988 y hasta la incorporación de la peseta al SME en junio de 1989, la actuación del Banco de España en materia cambiaria se guió por la evolución del tipo de cambio nominal entre la peseta y el marco.

En los episodios de fuerte presión apreciadora sobre el tipo de cambio de la peseta frente al marco alemán, la reacción inicial de las autoridades monetarias era la de intervenir en los mercados de cambios para evitar deslizamientos rápidos de su cotización. En ocasiones, intervenciones esporádicas fueron suficientes para normalizar el mercado de cambios. Sin embargo, en otros periodos, las intervenciones del Banco de España adquirieron volúmenes muy elevados, tal como puede apreciarse en el gráfico 1, lo que incrementó sensiblemente la variabilidad de los saldos de reservas

centrales y dificultó enormemente la esterilización completa de estos movimientos en los mercados interiores.

En determinadas coyunturas, el Banco de España propició modulaciones a corto plazo en los tipos de interés de los mercados monetarios interiores, que permitieran aliviar situaciones de tensión en el mercado de divisas. De hecho, en determinados períodos el nivel al que se situaron los tipos de interés fue el resultado de la búsqueda de una solución de compromiso entre los requerimientos divergentes de las vertientes interna y externa del control monetario.

Sin embargo, ni siquiera con el recurso a ciertas medidas de control de cambios fue posible evitar la aparición de algunos dilemas difíciles ante los que las autoridades tuvieron que escoger entre tratar de mantener el control de la liquidez, con la consiguiente aceptación de una apreciación del tipo de cambio superior a la deseada, o aceptar un cierto desbordamiento de los objetivos monetarios con el fin de evitar presiones apreciadoras sobre la peseta que se juzgaban excesivas.

Estos problemas se fueron agudizando a lo largo del período 1987-89, en el que la fuerza de la expansión de la economía española impulsó un cierto deterioro de los equilibrios básicos que la apartaba de la senda de convergencia con los países del SME (en el gráfico 2 se representan algunos indicadores que permiten seguir esta evolución). En este contexto de dificultades crecientes, diversos factores anticipaban la no sostenibilidad de la estrategia de control monetario seguida hasta entonces:

12) La sucesión de unas fases en las que se concedía prioridad al control de los agregados monetarios

con otras en las que la prioridad se situaba en la estabilidad del tipo de cambio, unida a las dificultades para interpretar el significado de los agregados monetarios, redujo la credibilidad y la eficacia estabilizadora de la política monetaria.

2º) La perspectiva de una liberalización completa de los movimientos de capital y de una integración plena de la economía española en los mercados europeos de servicios financieros impedían seguir recurriendo a la imposición de medidas de control de cambios, como un instrumento válido para manejar los conflictos entre los objetivos monetarios y la estabilidad cambiaria.

3º) La intensificación de las relaciones comerciales y financieras con las economías europeas concedía una importancia creciente a la estabilidad del tipo de cambio. La plena incorporación de España en la Europa del Mercado Unico requiere renuncia al uso del tipo de cambio como instrumento para compensar los problemas derivados de la falta de eficiencia o de disciplina y la adopción de unas nuevas reglas de comportamiento orientadas a la moderación del crecimiento nominal de los costes interiores como base del mantenimiento de la competitividad exterior de la economía.

4º) Finalmente, la creciente interrelación de los mercados financieros y monetarios impedía el recurso a estrategias de control monetario que suponían variaciones bruscas y frecuentes de los tipos de interés. Estas estrategias, además de ser incompatibles con la estabilidad cambiaria, carecen de eficacia y de credibilidad en mercados financieros altamente integrados, en los que los efectos del encarecimiento de la financiación interior se encuentran fuertemente

condicionados por una abundante disponibilidad de recursos financieros exteriores.

3. LOS CAMBIOS DE LA POLITICA MONETARIA ESPAÑOLA CON LA ENTRADA DE LA PESETA EN EL SME

En estas circunstancias, las autoridades españolas pensaron que la entrada en el SME y la plena asunción de la perspectiva de una mayor fijeza del tipo de cambio, en el marco de una coordinación multilateral más estrecha de las políticas económicas, constituía la respuesta más apropiada a la pérdida de eficacia y credibilidad que la política monetaria estaba registrando en los últimos años, después de un largo período en el que el control de los agregados monetarios había prestado una contribución muy eficaz a la corrección de los fuertes desequilibrios inflacionistas, especialmente en la primera parte de la década de los ochenta (véase el gráfico 3).

Con la incorporación de la peseta al mecanismo de cambios del Sistema Monetarios Europeo, que fue decidida por el Gobierno Español en junio de 1989 en vísperas de la cumbre de Madrid, se pretendían alcanzar los conocidos efectos de disciplina y credibilidad que se derivan de la estabilidad cambiaria. El anuncio de un compromiso de mayor fijeza del tipo de cambio introduce estímulos para que las decisiones de los agentes sean compatibles con la reducción de las alzas de precios a tasas similares a las existentes en el núcleo del Sistema y, a la vez, permite compartir la reputación de la estrategia anti-inflacionista de los bancos centrales de los países con mayor tradición de estabilidad. Ambos efectos eran especialmente necesarios en la situación por la que atravesaba la economía española en 1989, cuando tras

varios años de fuerte presión de la demanda interna se empezaban a percibir síntomas claros de recalentamiento, que amenazaban con desencadenar fuertes expectativas de alzas de precios, y cuando, además, el seguimiento de objetivos de crecimiento para un agregado monetario no despertaba confianza, ni gozaba de la fiabilidad suficiente, dadas las desviaciones que se estaban produciendo (véase Malo de Molina, 1990).

La fijación de límites a las oscilaciones del tipo de cambio permitía, además, al poner un tope a las expectativas de revalorización de la peseta, romper los círculos viciosos, alimentados por las entradas de capital de carácter especulativo, que habían conducido a una tendencia permanente a la apreciación del tipo de cambio que no estaba plenamente justificada ni por los fundamentos de competitividad de la economía española, ni por su capacidad para atraer inversiones exteriores estables, a pesar de que esta última estaba siendo muy importante.

La evolución de la economía española con posterioridad a la entrada en el SME refleja un reforzamiento de la estrategia anti-inflacionista y una reconducción de las expectativas de los agentes, en la línea de lo que se esperaba de dicha decisión, a pesar de producirse en una coyuntura especialmente delicada por la persistencia de los impulsos expansivos de la demanda interior, la aparición de un cierto rebrote inflacionista y la rápida tendencia al deterioro del déficit de la cuenta corriente.

Desde entonces, las políticas instrumentadas han logrado encauzar la senda de expansión del gasto nominal de la economía hacia tasas más moderadas, compatibles con

la corrección de los desequilibrios, y los conflictos entre la aplicación de las políticas de restricción de la demanda y el deseo de evitar una prolongada apreciación artificial del tipo de cambio se han mantenido dentro de límites manejables. La peseta ha evolucionado en la parte superior de la banda de fluctuación, dentro del mecanismo de cambios, y los episodios de aproximación al límite de máxima apreciación se han superado con intervenciones en los mercados cambiarios de escasa entidad, que no han alcanzado los efectos expansivos de la liquidez interior que solían tener en el pasado, y sin que haya sido necesario relajar la tensión sobre los tipos de interés interiores, en contradicción con los requisitos de la estabilidad interior (véase el Boletín Económico del Banco de España, junio de 1990).

Sin embargo, estos resultados se han alcanzado mediante la utilización de mecanismos directos de restricción de la expansión del crédito al sector privado y la pervivencia de algunos de los controles de cambios que restringen las entradas de capitales exteriores. El análisis de las razones que hicieron necesaria la utilización transitoria de estos instrumentos heterodoxos para el control monetario tiene gran interés para esclarecer los problemas pendientes que tiene la política económica española para articular su credibilidad anti-inflacionista dentro del SME, así como para profundizar en las características del proceso de toma de decisiones de la política monetaria, bajo la existencia de compromisos que restringen severamente las posibilidades de variación del tipo de cambio.

Estas razones se basan en los vínculos que existen entre el tipo de cambio y los agregados monetarios. En efecto, los efectos de disciplina y de

reputación anti-inflacionista, que se pueden derivar de una vinculación más estrecha del tipo de cambio a la moneda o monedas de un área con mayor estabilidad, sólo se producen si la estabilidad del tipo de cambio es percibida por los agentes económicos como sostenible a medio plazo, y esto, a su vez, sólo es posible si el crecimiento de la liquidez es compatible, en dicho horizonte temporal, con una convergencia de la tasa de inflación con la prevaleciente en la zona de estabilidad cambiaria. En este sentido, numerosas experiencias, entre las que cabe incluir, en cierta medida, algunos episodios de la propia economía española en el período 1986-1989, muestran que los compromisos de estabilidad cambiaria no proporcionan, por sí solos, un mecanismo de disciplina suficiente y que el comportamiento de las magnitudes monetarias y crediticias sigue desempeñando un papel primordial en la credibilidad de los dispositivos de estabilidad económica.

Si, al abrigo de la tranquilidad que proporciona la estabilidad del tipo de cambio y de las dudas que rodean la interpretación de las magnitudes monetarias, las autoridades admiten un crecimiento excesivo de la liquidez, se terminan embalsando desequilibrios que, a medio plazo, erosionarán la estabilidad de los precios y, por ende, del tipo de cambio.

Cuando la economía española se adhirió a las reglas del SME, los agregados monetarios y crediticios estaban creciendo a unos ritmos ciertamente incompatibles con la convergencia de la tasa de inflación española con la de los países más estables de la zona, cualquiera que fuese el margen de incertidumbre que se atribuyese al significado del crecimiento de los agregados monetarios y crediticios.

Una ingenua confianza en los efectos disciplinarios de la nueva estrategia cambiaria, que hubiese tolerado un crecimiento excesivo de la liquidez de la economía y de la financiación al sector privado, habría exacerbado los desequilibrios y erosionado, a medio plazo, el cumplimiento de los compromisos cambiarios. En aquellas circunstancias, era necesario, por lo tanto, frenar con rapidez la dinámica expansiva de las magnitudes monetarias y crediticias, y había, que hacerlo; además, sin recurrir a nuevas elevaciones de los tipos de interés, que habrían resultado contradictorias con el respeto del límite impuesto a la apreciación de la peseta por la banda de fluctuación del mecanismo de cambios. Ambos factores configuraban, en opinión de las autoridades, una situación excepcional que podría requerir el recurso a medidas transitorias de emergencia, basadas en restricciones temporales al crédito concedido a las empresas y familias, cuya efectividad requería mantener, también temporalmente, las medidas de control de cambio que encarecían la apelación del sector privado a la financiación exterior, a través, principalmente, de la imposición de un depósito obligatorio no remunerado. Con este paréntesis temporal en las técnicas habituales de control monetario, se pretendía encauzar el crecimiento de la liquidez, a la vez que se obtenía un margen de tiempo para aplicar otras políticas, especialmente en el terreno presupuestario, que ayudasen a reforzar los mecanismos de estabilidad dentro de las restricciones impuestas por la disciplina cambiaria.

En líneas generales, esta estrategia ha permitido reconducir el crecimiento de los agregados monetarios y crediticios, y en última instancia del propio gasto nominal de la economía, hacia una senda coherente con la contención de la inflación y del deterioro del déficit de la balanza por cuenta corriente. Este balance

satisfactorio, que no ha estado exento de dificultades y costes, ha permitido un pronto retorno al control monetario basado en el manejo de los tipos de interés, levantándose, a finales de 1990, las restricciones crediticias, una vez que estas habían alcanzado el efecto deseado y que con el paso del tiempo se había ido reduciendo su eficacia por el desarrollo de un proceso creciente de desintermediación.

Así, una vez finalizado el período excepcional de restricciones crediticias, la política monetaria española puede volver a encontrarse con dificultades para compatibilizar la necesaria contención de los agregados monetarios con la estabilidad cambiaria. Para enfocar adecuadamente estas posibles dificultades conviene considerar los cuatro aspectos siguientes:

1.) La articulación de la política monetaria con la política presupuestaria.

2.) El papel de los objetivos monetarios cuando existen límites a las oscilaciones del tipo de cambio.

3.) La fijación y seguimiento de los objetivos de cantidad de dinero.

4.) El manejo a corto plazo de los tipos de interés y los criterios de intervención monetaria.

3.1 La articulación de la política monetaria con la política presupuestaria.

La consecución de una combinación adecuada de los instrumentos de política monetaria y presupuestaria tiene

una gran importancia para poder mantener el crecimiento de los agregados monetarios dentro de una senda coherente con los objetivos de inflación y cumplir, a la vez, los compromisos cambiarios. Cuando el dilema entre la estabilidad del tipo de cambio y el control de los agregados monetarios aparece de forma persistente se pone de manifiesto que el tono global de la política económica no es suficiente para impulsar la convergencia de las tasas de inflación, y ello no puede ser resuelto en solitario por la política monetaria.

En este sentido, los países de la CEE que aspiran a participar en la Unión Económica y Monetaria (UEM) y que, para ello, tienen que hacer un esfuerzo importante para converger con las tasas de inflación de los países más estables del área, aceptando, además, un margen cada vez más reducido para el manejo del tipo de cambio, -bandas de fluctuación cada vez más estrechas y realineamientos cada vez más excepcionales.- deberán atribuir un protagonismo mayor a las políticas presupuestarias en las tareas de regulación macroeconómica. Esta orientación, que en general significa que los países más divergentes del SME y de la CEE tendrán que adoptar políticas presupuestarias más austeras, se enfrenta a numerosas dificultades que pueden reducir la eficacia y la credibilidad de las políticas monetarias nacionales y obstaculizar el propio proceso de construcción de la UEM.

Durante los próximos años, los países más divergentes, entre los que se encuentra España, tendrán que aplicar políticas orientadas a la estabilidad más enérgicas, apoyadas básicamente en las políticas presupuestarias, una vez que la fijeza de los tipos de cambio y la liberalización de los movimientos de capital

vayan recortando el escaso margen que existe en la actualidad para la diferenciación de las políticas monetarias.

Así pues, en este marco, la credibilidad del carácter anti-inflacionista de la política monetaria depende de su articulación con el resto de los componentes de la política económica. Los efectos de contención de las expectativas de precios, que cabe esperar de la propia estabilidad del tipo de cambio y de una instrumentación monetaria rigurosa, pueden verse anulados por una definición inadecuada de la política presupuestaria. Una vez que los agentes son conscientes de las restricciones bajo las que opera la política monetaria en un sistema de tipo de cambio fijo, el impacto de los objetivos monetarios sobre las expectativas de precios esta condicionado a la actuación de los demás instrumentos de la política económica, . especialmente de la presupuestaria. En España, en los últimos años, los mercados han atribuido una importancia creciente a la definición de la política presupuestaria, a la hora de anticipar los efectos y la eficacia de la política monetaria anunciada, y las autoridades, por su parte, han tratado de asignar a la política presupuestaria una mayor contribución a las tareas de estabilización. Con la desaparición de las restricciones crediticias ambos factores han aumentado su importancia.

Desde esta perspectiva, es necesario señalar que la credibilidad y la eficacia de este esquema de política económica es vulnerable a las dificultades que pueden surgir para orientar la política presupuestaria en la dirección apropiada. En efecto, las características del proceso de decisión de las políticas presupuestarias y la falta de flexibilidad para modular su influencia sobre la

actividad económica, en respuesta a las circunstancias cambiantes, limitan su potencial utilización como instrumento de estabilización a corto plazo, haciendo más aconsejable el manejo de la misma según criterios de convergencia y de estabilidad a medio plazo. Por ello, la conjunción de los límites a la autonomía de la política monetaria, que pceden del marco de disciplina cambiaria, y la incapacidad de la política presupuestaria para practicar un activismo de corto plazo puede ser generadora de episodios de inestabilidad que afecten a la credibilidad de este esquema de políticas y, por lo tanto, a los objetivos y a las decisiones de política monetaria.

Estos episodios pueden ser más graves si la política presupuestaria carece del margen de maniobra suficiente para asumir las funciones estabilizadoras a medio plazo, que se demandan de ella. Algunos de los países con mayores problemas de convergencia dentro de la CEE son también países que están implicados en un proceso de reducción de las diferencias en los niveles de renta con los países más avanzados del área. En estos casos, la política presupuestaria puede ver limitado su margen de maniobra como instrumento de estabilización.

Esta problemática tiene también algunos repercusiones importantes para la UEM. El proceso gradual diseñado en el Informe Delors supone, desde la primera fase, una coordinación creciente de las políticas económicas nacionales y una posterior supervisión multilateral de las mismas, con el fin de evitar las conductas indisciplinadas que puedan erosionar la estabilidad en el conjunto del área, y de reforzar los estímulos para la convergencia. Una parte importante de estos ejercicios consistirá en la coordinación de las políticas monetarias de los países participantes, usando

para ello un conjunto de indicadores económicos homogéneos, en el que los agregados monetarios deben desempeñar un papel primordial, especialmente en las economías de mayor dimensión, en la línea de lo apuntado por los trabajos preliminares del Subcomité de política monetaria del Comité de Gobernadores de la CEE.

Sin embargo, el análisis de la compatibilidad de las políticas monetarias nacionales con los objetivos de estabilidad de los precios y de la parrilla de paridades del SME no es posible, de acuerdo con lo señalado sobre los márgenes de actuación de las políticas monetarias, sin establecer un juicio sobre el carácter de las políticas presupuestarias nacionales, en relación a los diferentes requisitos de convergencia de cada país. Todo lo cual plantea nuevas dimensiones al proceso de UEM que no han sido suficientemente consideradas hasta ahora.

3.2 El papel de los objetivos monetarios cuando existen límites a las oscilaciones del tipo de cambio

La insuficiencia de la estabilidad cambiaria para suministrar el anclaje necesario concede gran relevancia a los agregados monetarios y crediticios. El seguimiento de objetivos para el crecimiento de liquidez debe servir de referencia para evitar, como ya se ha señalado, comportamientos expansivos que, aunque a corto plazo no aparezcan como inconsistentes con la estabilidad de la moneda, pueden implicar un embalsamiento de desequilibrios graves que conduzcan a futuros episodios de inestabilidad cambiaria (véase Fernández de Lis, 1989). Por esta razón, la política monetaria española continua apoyándose en el seguimiento de objetivos para aquellos agregados que

muestran propiedades más satisfactorias en cuanto a la estabilidad de sus relaciones con el gasto nominal (véase el anexo en el que se detalla la estrategia de selección de los mismos), lo que resulta especialmente necesario si se tiene en cuenta que los mercados cambiarios tienden a regirse por consideraciones de corto plazo que, a menudo, generan desalineamientos con respecto a los fundamentos más permanentes de las economías. La importancia que se concede a los agregados monetarios será mayor mientras subsistan las condiciones que aconsejan el mantenimiento de una banda ancha de fluctuación ($\pm 6\%$) y mientras no se haya alcanzado la plena liberalización de los movimientos de capital.

No obstante, los compromisos cambiarios excluyen cualquier instrumentación rígida de los objetivos cuantitativos. Para que el control monetario sea compatible con el limitado margen de fluctuación del tipo de cambio, debe conducirse con dosis importantes de flexibilidad en la senda de aproximación a los objetivos y concediendo una atención prioritaria a que la conducta de los tipos de interés propicie la evolución adecuada de los mercados cambiarios.

En este marco, el énfasis que debe atribuirse al seguimiento de los objetivos monetarios debe ser diferente según los diversos horizontes temporales de las decisiones de política monetaria. A corto plazo, la evolución ordenada de los tipos de interés, en consonancia con los requisitos de estabilidad de los mercados financieros y cambiarios, debe ser prioritaria sobre el seguimiento de la senda de objetivos cuantitativos. Sobre todo, porque la valoración de las posibles desviaciones esta rodeada de gran incertidumbre en los períodos cortos de tiempo y porque un exceso de activismo en el manejo de los tipos de

interés en función de las exigencias del control monetario interno es contradictorio con la estabilidad del tipo de cambio y conduce al aumento de la incertidumbre de los mercados financieros, reduciendo la propia eficacia de las señales que la política monetaria pretende impartir a los agentes económicos.

Así pues, la aproximación a la senda de los objetivos debe perseguirse en un horizonte más dilatado (entre los seis y los doce meses), siempre que la información disponible y el análisis de las tendencias del gasto y los precios no pongan de manifiesto evoluciones incompatibles con los objetivos de estabilidad a medio plazo. Durante este período deben valorarse, de forma continuada, las desviaciones en función de los desplazamientos de los flujos financieros que pudieran afectar al contenido informativo de los agregados y de la información disponible sobre las variables finales. Cuando se observen desviaciones persistentes, no imputables a fenómenos de naturaleza estrictamente financiera, procede una rectificación en el tono de la política monetaria a través de los tipos de interés, si los límites de variación de tipo de cambio lo permiten. En caso contrario, la desviación de los objetivos monetarios no se podría corregir con acciones de política monetaria, pero el comportamiento de los agregados suministra una señal de una combinación de políticas inadecuadas, que requerirá una respuesta desde otros instrumentos de la política económica. A este respecto, las contrapartidas crediticias del crecimiento de las magnitudes monetarias proporcionan indicaciones potencialmente valiosas de las posibles inconsistencias en la articulación de los diversos componentes de la política económica.

En síntesis, el anuncio y el seguimiento de

objetivos monetarios cuantitativos, aunque sometidos a la incertidumbre que se deriva de la mayor inestabilidad de las relaciones entre los agregados monetarios y las variables finales y de las limitaciones para la actuación del control monetario que se derivan de los compromisos de estabilidad cambiaria, continúan desempeñando una función importante para asegurar la consistencia de la política económica con los objetivos de estabilidad.

3.3 La fijación y seguimiento de los objetivos de cantidad de dinero

Las técnicas de fijación y seguimiento de los objetivos cuantitativos han tenido que ir adaptándose a lo largo de los últimos años al nuevo entorno de la política monetaria, en el que no sólo los requerimientos de estabilidad cambiaria propician un control más flexible a corto plazo de la cantidad de dinero sino que también los procesos de desregulación e innovación financiera empujan en la misma dirección.

El Banco de España viene estableciendo desde 1973 objetivos en términos de un agregado monetario amplio (véase Rojo y Pérez, 1977). Hasta 1983 la variable elegida fue M3. A partir de 1984, los objetivos de crecimiento de la cantidad de dinero pasaron a cifrarse en términos de una definición de liquidez más extensa: los activos líquidos en manos del público (ALP). Este agregado incorpora, además de todos los pasivos bancarios incluidos en la definición de M3, un conjunto de activos financieros que, debido a sus características de liquidez y rentabilidad, se han constituido en sustitutivos muy próximos de los depósitos bancarios. Entre estos activos destacan, por su importancia cuantitativa, los

instrumentos de financiación a corto plazo emitidos por el Estado que se encuentran en las carteras del sector privado, ya sea como resultado de su adquisición en firme o de su cesión temporal por parte de las entidades financieras (1).

Durante los primeros años de fijación de objetivos para la cantidad de dinero, éstos constituían sólo referencias de carácter interno y sólo se publicaban a posteriori, una vez transcurrido el período de vigencia. A partir de 1978, los objetivos empezaron a anunciarse previamente al inicio de su período de vigencia. Un primer anuncio de los objetivos tiene lugar con motivo de la presentación de los Presupuestos del Estado en el Parlamento. Posteriormente, en el primer número de cada año del Boletín Económico del Banco de España, se realiza un análisis detallado de los objetivos monetarios que van a estar vigentes a lo largo del ejercicio, así como de los supuestos que han servido de base para su concreción.

Los objetivos tienen, en principio, vigencia para el conjunto de un año natural. Sin embargo, en algunas ocasiones ha sido necesario modificarlos antes de que finalizara el período de aplicación, al producirse cambios muy sustanciales con respecto a los escenarios macroeconómicos que sirvieron de soporte de la programación monetaria o perturbaciones muy intensas en los mercados financieros. En estas circunstancias, el Banco de España ha optado, unas veces, por redefinir formalmente los objetivos y anunciar unos nuevos, y, en otras, más recientemente, por comunicar su disposición a tolerar ciertas desviaciones respecto a los objetivos de partida.

Los objetivos de ALP se formulan en términos de una banda de crecimiento para el conjunto del año, cuya amplitud ha oscilado, según los años, entre tres y cuatro puntos porcentuales. En el cuadro 1 pueden encontrarse las bandas de objetivos que han venido fijándose desde 1978 y la evolución efectiva de las magnitudes monetarias correspondientes.

El objetivo de crecimiento fijado para un año tiene, en principio, una traducción operativa en una senda de expansión constante para el conjunto del período. En el gráfico 4 aparece la representación gráfica del seguimiento de los objetivos de ALP, expresado en términos del crecimiento acumulado respecto al saldo en el mes de diciembre del año anterior. Puede apreciarse que, a partir de 1988, junto a la franja de crecimiento constante se superponen dos parábolas que convergen en diciembre en los límites máximo y mínimo de la banda. Estas referencias más holgadas para la evaluación de los objetivos permiten un seguimiento de los mismos a lo largo del año más flexible especialmente en los primeros meses, en los que: la revisión de las series monetarias suele ser más frecuente; las tasas de crecimiento sobre el saldo en diciembre están sometidas, por construcción, a una mayor erraticidad; y, además, a veces surgen ciertas dificultades para enlazar la nueva senda de objetivos en la trayectoria del año anterior.

La evolución de ALP se ve afectada por continuas perturbaciones, de naturaleza e intensidad variables, que ocasionan que el curso del agregado a lo largo del año no coincida, en general, con la senda programada. Las fluctuaciones en el nivel de actividad económica, la inestabilidad a corto plazo de la demanda de dinero, los movimientos en los factores autónomos de creación de

liquidez y las dificultades para estimar con precisión el perfil estacional de las series monetarias son, entre otros, elementos que producen oscilaciones y comportamientos irregulares en el ritmo de expansión observado de ALP. Estos fenómenos han originado que el Banco de España tenga que asumir desviaciones, más o menos transitorias, respecto a los objetivos a medio plazo, incluso cuando éstos se han perseguido de forma estricta.

Cuando se producen desviaciones de cierta intensidad, el Banco de España establece pautas de crecimiento del agregado de vigencia temporal muy limitada, que sirven de enlace con la senda de referencia anual. Estos objetivos a corto plazo se expresan en términos de una tasa de variación intermensual aplicada sobre una serie de ALP ajustada de su perfil estacional. La evolución de objetivos mensuales que han venido fijándose a lo largo de estos últimos años pone de manifiesto una tendencia hacia una flexibilidad progresiva en el control a corto plazo de la cantidad de dinero, que se ha reflejado en la programación de procesos de convergencia, o, más precisamente, de velocidades de retorno de los ritmos de expansión del agregado hacia la senda de referencia anual cada vez más suaves y graduales, lo que ha supuesto aceptar que las desviaciones respecto a dicha senda se prolonguen durante más tiempo (véase Escrivá y Peñalosa, 1989). De hecho, los objetivos mensuales de ALP que han venido fijándose desde 1988 se han establecido, en general, siguiendo una regla de "base drift". Esta técnica de fijación de objetivos supone aceptar la desviación registrada hasta el momento respecto a la senda anual y establecer un ritmo de expansión para el agregado en el mes siguiente igual a la tasa de crecimiento que rige como objetivo anual.

Se trata, por tanto, de una estrategia en la que se acomodan a corto plazo las oscilaciones observadas en la cantidad de dinero y en la que, al establecer pautas estables en la fijación de los objetivos, se evitan reconsideraciones frecuentes de los mismos, que pudieran verse excesivamente influidas por perturbaciones de carácter pasajero.

Estas tendencias definen una línea de flexibilidad en el papel desempeñado por el objetivo intermedio de la política monetaria. Si bien ALP sigue proporcionando información muy relevante sobre el crecimiento de la masa monetaria, las desviaciones que se registran respecto a las sendas de referencia no constituyen un mecanismo de reacción más o menos automática por parte de las autoridades monetarias como ocurrió, en gran medida, hasta comienzos de los años ochenta. Por el contrario, el proceso que lleva a la toma de decisiones de política monetaria ha ido haciéndose más complejo. Los ritmos de expansión de ALP se evalúan a partir de las observaciones obtenidas sobre su comportamiento en períodos sucesivos de tiempo y se complementan con la información procedente de otras magnitudes monetarias y reales. Aunque ALP continua siendo el indicador principal, se aprovecha igualmente el contenido informativo adicional que se desprende de la evolución de agregados monetarios más reducidos, de las magnitudes crediticias y de la propia información disponible de las variables finales.

Cuando el análisis del conjunto de toda esta información refleja la consolidación de tendencias no deseadas en el curso seguido por la economía que, a juicio de las autoridades, deben ser corregidas con un cambio en la intensidad del control monetario, el Banco de España

emite señales a través del manejo de los tipos de interés que tratan de afectar en la dirección requerida a las decisiones de gasto de los agentes y a la formación de sus expectativas.

3.4 El manejo a corto plazo de los tipos de interés y los criterios de intervención monetaria

En la instrumentación de este esquema de política monetaria, los activos de caja del sistema bancario han perdido su carácter de referencia fundamental en el corto plazo, en línea con la evolución gradual que se ha ido produciendo en los últimos años. En efecto, si bien durante una primera etapa, circunscrita esencialmente a la segunda mitad de los años setenta, imperó un control relativamente estricto de los activos de caja (véase Martínez Méndez, 1981), a medida que avanzaba la década de los ochenta se ha ido evolucionando hacia una estrategia mixta de tipos y cantidades. Consecuentemente, el Banco de España ha ido aceptando progresivamente mayores desviaciones en los objetivos que decenalmente han ido fijándose para los activos de caja (véase el gráfico 5).

Como contrapunto a las mayores desviaciones de las cantidades, la variabilidad de los tipos de interés ha ido reduciéndose, hasta desembocar, especialmente desde 1988, en el esquema vigente en la actualidad, que se basa, principalmente, en asegurar, en el corto plazo, una fluctuación reducida de los tipos de interés en torno a los niveles fijados por las autoridades monetarias (véase, en este sentido, el gráfico 6 y Escrivá, 1989).

Entre las distintas estrategias posibles de tipos de interés, el Banco de España ha ido decantándose por una

instrumentación basada en controlar, de forma muy directa, el tipo de interés en los mercados monetarios a plazos muy cortos, actuando principalmente para equilibrar el segmento día a día, y permitiendo que los tipos de interés negociados a plazos más largos se vean influidos por las expectativas del mercado. En términos operativos, para la instrumentación a corto plazo del control monetario, el Banco de España fija con carácter interno una franja de fluctuación máxima, en general muy reducida, del tipo interbancario a un día en operaciones de depósito. En este contexto, las sendas de referencia de activos de caja, que siguen trazándose mes a mes, no desempeñan ya papel alguno como objetivo o mecanismo de reacción de las autoridades. Su utilidad se relega a servir como indicador adelantado de la evolución de ALP.

En los últimos años, el control de los tipos de interés interbancarios en los plazos más cortos, fluctuando, con un grado de oscilación reducido, en el entorno del nivel deseado por las autoridades monetarias, se ha mantenido de forma bastante estricta, a pesar de la acusada rigidez que presenta habitualmente la curva de demanda de activos de caja, de sus cambios de pendiente y de los desplazamientos inesperados en su posición. En este contexto, si la oferta de activos de caja fuera relativamente inelástica y no se ajustara flexiblemente a los cambios de aquella, los tipos de interés tenderían a comportarse de forma errática, tal como ocurrió en España con frecuencia durante la segunda mitad de los años setenta.

La estrategia del Banco de España en los últimos años se basa, en cambio, en el mantenimiento a corto plazo de una oferta de activos de caja que, en general, es perfectamente elástica a un tipo de interés preanunciado.

Los préstamos de regulación monetaria ha sido la herramienta principal para ello. Paralelamente, el Banco de España se ha servido de otros instrumentos con el fin de mantener la fluctuación del tipo a un día dentro de la franja de referencia, evitando que el grado de tensión o relajamiento de los mercados monetarios sea excesivo. Estos se pueden agrupar en dos categorías: manejo de los instrumentos tradicionales de préstamo a las entidades financieras o realización de operaciones de mercado abierto, mediante compra-venta de deuda del Estado, en general con pacto de retrocesión.

Las autoridades monetarias han ido estableciendo las bases para que las inyecciones y drenajes de liquidez en mercado abierto vayan configurándose progresivamente como el principal instrumento para canalizar las operaciones entre el Banco de España y los intermediarios financieros. La creación, y posterior desarrollo, del Mercado de Anotaciones en Cuenta de Deuda del Estado a mediados de 1987 significó el principal avance en esta dirección. La reciente reducción del coeficiente de caja hasta el nivel del 5%, vigente desde la tercera decena de marzo de 1990, y la emisión de certificados del Banco de España dentro del mercado de anotaciones en cuenta por el volumen de activos de caja liberados, constituye un nuevo paso dentro de esta estrategia tendente a evitar las rigideces que ocasiona la utilización de los instrumentos tradicionales de préstamo a las instituciones financieras (2).

Las nuevas condiciones creadas en el entorno financiero en el que se desenvuelve la política monetaria, unidas a la necesidad de armonizar la consecución de determinados objetivos últimos y la estabilidad a corto plazo del tipo de cambio de la peseta, aconsejan una

cierta diversificación en los instrumentos de control monetario, de forma que unos se reserven para transmitir mensajes definidos sobre las principales líneas de la política monetaria, mientras que otros puedan ser utilizados como herramientas más ágiles para la gestión de la liquidez en el muy corto plazo y como elemento de contraste de las reacciones de los agentes, previamente a emitir señales más firmes que puedan resultar difícilmente revisables. Esta es la estrategia que el Banco de España viene desarrollando en los últimos años, con el impulso de las operaciones de mercado abierto como instrumento principal para la regulación diaria de los mercados monetarios.

Paralelamente, las modificaciones en el tipo de interés marginal de la subasta decenal de adquisición temporal de certificados del Banco de España en poder del sistema bancario, que desde el pasado 14 de mayo ha pasado a sustituir a la subasta de préstamos de regulación monetaria, así como las alteraciones en el nivel del coeficiente de caja (3), se reservan, en general, para aquellas coyunturas en las que hay que introducir cambios permanentes en la intensidad del control monetario. De esta forma, el Banco de España destina sus principales tipos de intervención para emitir señales claras que enmarquen los episodios de restricción, u holgura monetaria. La evolución del tipo de intervención, a lo largo de los años ochenta, que se presenta en el gráfico 7, pone de manifiesto la tendencia a la mayor estabilidad de dicho tipo y a la nueva frecuencia de su modificación.

El desarrollo y perfeccionamiento de los mecanismos de control monetario y el manejo de los instrumentos de intervención, siguiendo el esquema

apuntado en los párrafos anteriores, suministran vías para afrontar el reto fundamental al que se enfrentan las autoridades monetarias; alcanzar un elevado grado de eficiencia en el desenvolvimiento de los mercados financieros y asegurar la estabilidad del tipo de cambio, en un contexto en el que los impulsos monetarios del Banco de España se transmitan adecuadamente.

ANEXO

LA ESTRATEGIA DE SELECCION DE LOS OBJETIVOS E INDICADORES MONETARIOS

En el marco del esquema de objetivos monetarios descrito en el texto principal, la existencia de una relación estrecha, y estable, entre las magnitudes monetarias y las variables finales constituye el criterio esencial de selección de los indicadores que sirven para fundamentar la toma de decisiones de las autoridades monetarias. Desde principios de los años setenta, se han realizado en el Banco de España sucesivas contrastaciones empíricas de estas relaciones, que, generalmente, se han abordado en el marco de estimaciones uniecuacionales de funciones de demanda de dinero.

Atendiendo a criterios de interpretabilidad, estabilidad y propiedades a largo plazo, la función de demanda de M3, que había arrojado buenos resultados hasta los primeros años ochenta, avalando su utilización como objetivo intermedio de la política monetaria, empezó a deteriorarse sensiblemente a partir de 1983 (véase Dolado, 1985 y 1988). Así, en 1984, el Banco de España pasó a centrar su atención en una magnitud monetaria más amplia, ALP, que neutralizase en el interior de su definición los desplazamientos del público hacia activos distintos de los depósitos, transformables en liquidez con facilidad y sin costes elevados. En el gráfico 8, en el que se presenta la evolución de la estructura interna de ALP, puede apreciarse claramente este proceso de sustitución.

La evolución de este agregado durante los últimos años no ha estado exenta de perturbaciones de distinta

naturaleza, que han tenido su origen, en gran medida, en las estrategias diseñadas por las entidades financieras para eludir las regulaciones del Banco de España y para ofrecer a sus clientes activos opacos fiscalmente, aunque también han existido procesos genuinos de innovación financiera. Si bien el efecto de estos fenómenos ha erosionado, en determinados períodos, la capacidad informativa de ALP, su relación a largo plazo con las variables finales ha podido caracterizarse conveniente, manteniendo niveles de estabilidad aceptables. Así, las predicciones de la velocidad de circulación del agregado, utilizadas en los ejercicios de programación monetaria de los últimos años, han alcanzado un grado razonablemente satisfactorio de aproximación a la conducta posteriormente observada.

Los estudios sobre la demanda de ALP que han venido realizándose en la década de los ochenta, si bien detectan inestabilidades puntuales a corto plazo en las ecuaciones estimadas, presentan unas elasticidades a largo plazo muy estables, robustas a ciertos cambios de especificación, y arrojan valores de los parámetros fáciles de fundamentar teóricamente. Hay que destacar, como rasgo especialmente atractivo de los resultados de estas ecuaciones, la facilidad con la que se acepta la homogeneidad a largo plazo entre los saldos nominales de ALP y el nivel de precios, sin que la estabilidad de esta relación parezca haber sufrido erosión alguna en los últimos años. Se verifica, igualmente, una elasticidad unitaria a largo plazo entre ALP y la renta real. La especificación de estas ecuaciones se completa con la incorporación de un tipo de interés propio, que mide la sensibilidad cada vez mayor del agregado a cambios en la rentabilidad de los activos integrados en su definición, y un tipo de interés alternativo y la tasa de inflación,

como variables de coste de oportunidad. Los efectos de estas tres variables son apreciables tanto en la solución a corto como a largo plazo de las ecuaciones estimadas. Las funciones de respuesta que se deducen de la dinámica que presentan estas ecuaciones se dilatan, en general, considerablemente en el tiempo, lo que resulta consistente con procesos de ajuste lentos de precios y cantidades en los mercados de bienes y de trabajo y con el papel de amortiguadores que desempeñan los activos financieros más líquidos ante las distintas perturbaciones que afectan al proceso de toma de decisiones de los agentes económicos.

Recientemente, a partir del tercer o cuarto trimestre de 1989, la función de demanda de ALP ha empezado a presentar rasgos acusados de inestabilidad. Los procesos de desintermediación financiera que han seguido a la imposición de límites al crecimiento del crédito bancario han producido un aumento muy intenso de la velocidad de circulación del agregado. Dado que esta perturbación está asociada a una regulación transitoria, es de esperar que, una vez que se levanten las restricciones crediticias, pueda recuperarse la estabilidad de la función de demanda de ALP.

No obstante, estas dificultades han propiciado nuevos estudios empíricos, todavía en fase de elaboración, en las dos direcciones siguientes: Por un lado, se ha procedido a estimar funciones de demanda para un ALP ampliado, con la incorporación a su definición del saldo en manos del público de pagarés de empresa, cuyo crecimiento ha sido muy rápido desde que se establecieron las restricciones crediticias. Los resultados apuntan a una recuperación, aunque sólo parcial, de la estabilidad de la demanda de este ALP ampliado. Por otro lado, se ha recorrido también el camino contrario, construyendo

agregados que, aun manteniéndose dentro del espectro amplio de liquidez, tienen una dimensión más reducida que la de ALP.

Los primeros resultados obtenidos con definiciones de liquidez más reducidas, excluyendo de ALP algunos de sus componentes —por ejemplo, las tenencias en firme de letras del Tesoro o las cesiones temporales de títulos públicos realizadas a plazos más largos—, son prometedores y apuntan a la posibilidad de obtener para estos agregados funciones de demanda bien definidas. No obstante, presentan problemas similares de inestabilidad a partir del establecimiento de las restricciones crediticias.

Hay que señalar, finalmente, que, en línea con la estrategia del Banco de España de aprovechar la capacidad informativa que puedan ofrecer otros indicadores monetarios, hay trabajos en curso para valorar las relaciones existentes entre las variables finales y agregados monetarios estrechos y agregados crediticios, que, en la actualidad, ya son objeto de observación estrecha por las autoridades monetarias. Aunque con carácter provisional, pueden destacarse algunos resultados.

Los agregados más pequeños que M3 presentan en los últimos años una relación relativamente estable con el gasto nominal, reflejo de la menor sensibilidad de sus componentes a los tipos de interés de activos financieros excluidos de su definición. En la medida en que el proceso de desregulación e innovación financiera vaya consolidándose, y que el marco fiscal que afecta a los distintos activos financieros se estabilice, es probable que mejore el contenido informativo de los agregados más reducidos.

Las ecuaciones de demanda de M2 son las que parecen presentar mejores propiedades. Aunque el comportamiento a corto plazo de este agregado se ha visto sometido a perturbaciones financieras de cierta magnitud, dichas ecuaciones presentan un comportamiento muy estable para los últimos cuatro años; la homogeneidad a largo plazo entre precios y dinero se acepta sin dificultad; la elasticidad a largo plazo respecto a la renta real es superior a la unidad; en la solución a largo plazo del modelo, juegan también un papel importante las variables de coste oportunidad, tasa de inflación y rentabilidad de los sustitutivos más próximos a los depósitos a la vista y ahorro, mientras que a corto plazo la respuesta más apreciable de la demanda se registra frente a cambios en el tipo de interés de los activos incluidos en M2; las funciones de respuesta que se deducen de la dinámica de las ecuaciones estimadas son sensiblemente más rápidas que las obtenidas en el caso de ALP. Esta última característica resulta de especial interés en un contexto en el que diferentes indicadores pueden jugar un papel relevante para la toma de decisiones de política monetaria. En este sentido, la observación del comportamiento de M2 es de gran utilidad, al aportar información complementaria a la de ALP sobre el "momentum" de los procesos de ajustes de las variables financieras y reales.

NOTAS

- (1) Una descripción detallada de los distintos activos financieros incluidos en la definición de ALP puede encontrarse en Aríztegui y Pérez (1984) e, incorporando información más actualizada, en Sanz (1988).
- (2) En el Boletín Económico del Banco de España del mes de mayo de este año puede encontrarse una amplia descripción de las modificaciones introducidas en la instrumentación de la política monetaria como resultado de esta reforma.
- (3) El Banco de España está autorizado a modificar el coeficiente de caja hasta un nivel máximo del 7%.

Cuadro 1

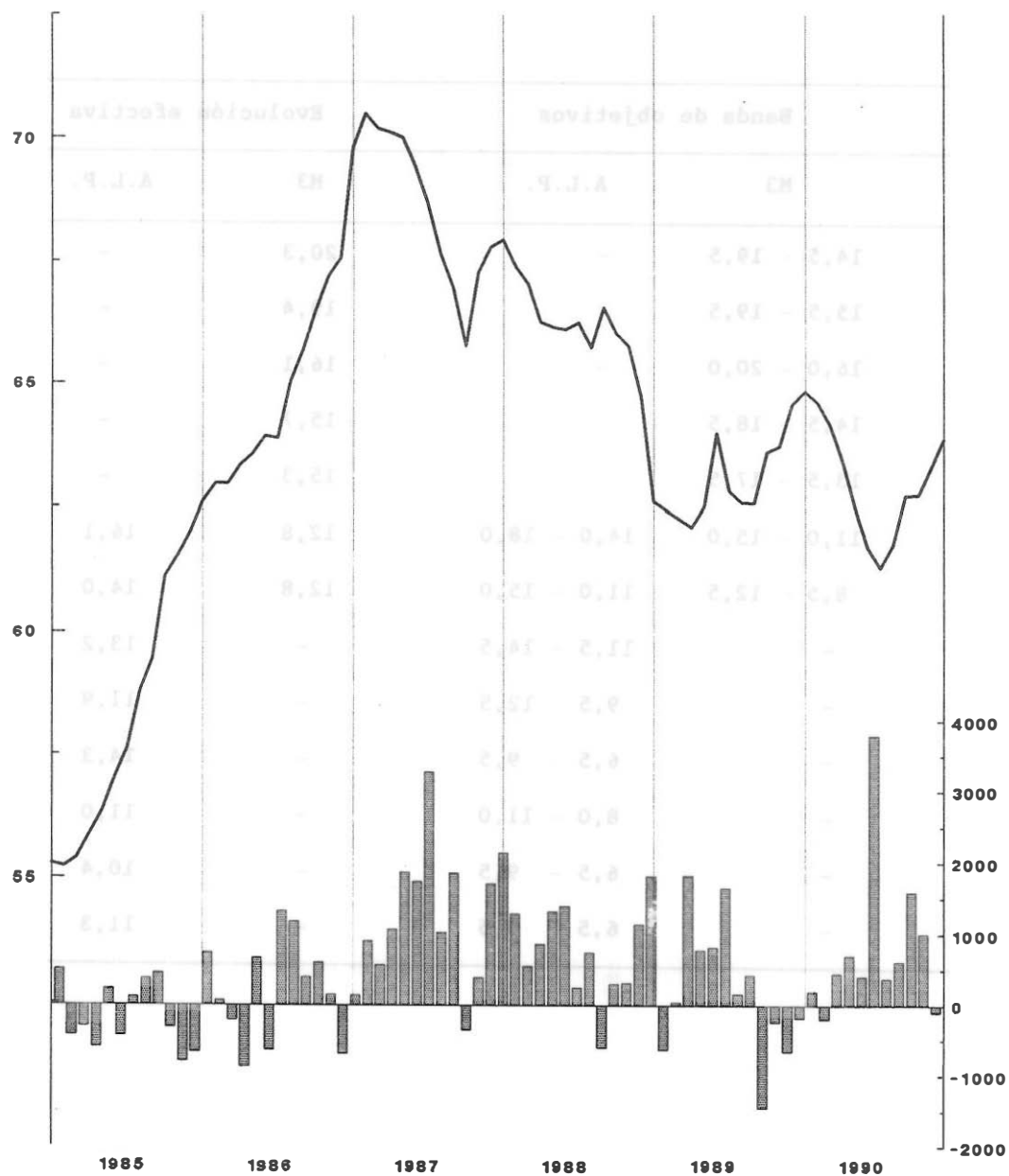
Objetivos monetarios en España

(% diciembre t/diciembre t-1)

	Banda de objetivos		Evolución efectiva	
	M3	A.L.P.	M3	A.L.P.
1978	14,5 - 19,5	—	20,3	—
1979	15,5 - 19,5	—	19,4	—
1980	16,0 - 20,0	—	16,1	—
1981	14,5 - 18,5		15,7	—
1982	13,5 - 17,5		15,3	—
1983	11,0 - 15,0	14,0 - 18,0	12,8	16,1
1984	8,5 - 12,5	11,0 - 15,0	12,8	14,0
1985	—	11,5 - 14,5	—	13,2
1986	—	9,5 - 12,5	—	11,9
1987	—	6,5 - 9,5	—	14,3
1988	—	8,0 - 11,0	—	11,0
1989	—	6,5 - 9,5	—	10,4
1990	—	6,5 - 9,5	—	11,3

Gráfico 1

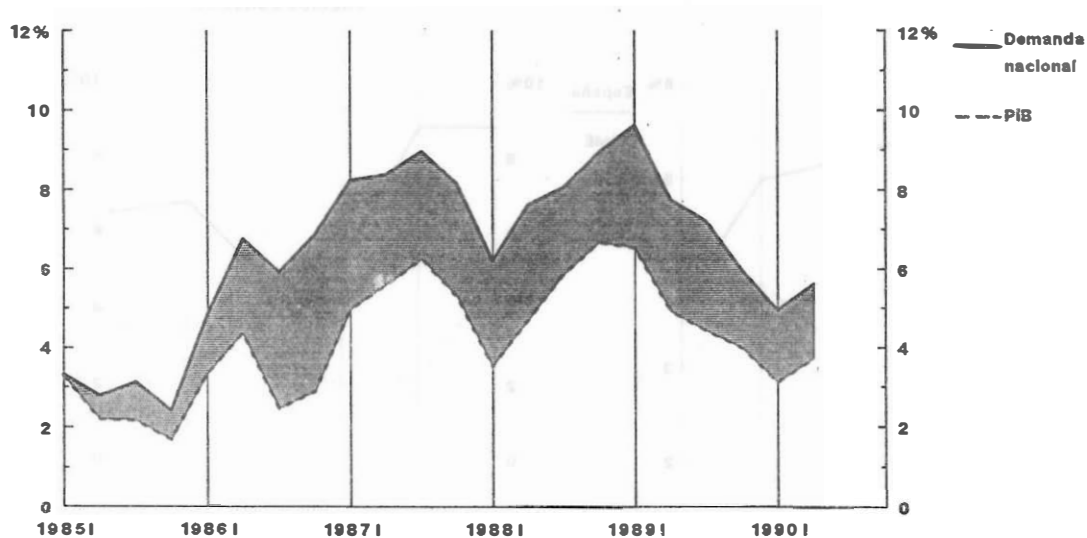
**TIPO DE CAMBIO PTA/DM Y VARIACION DE
RESERVAS CENTRALES (1)**



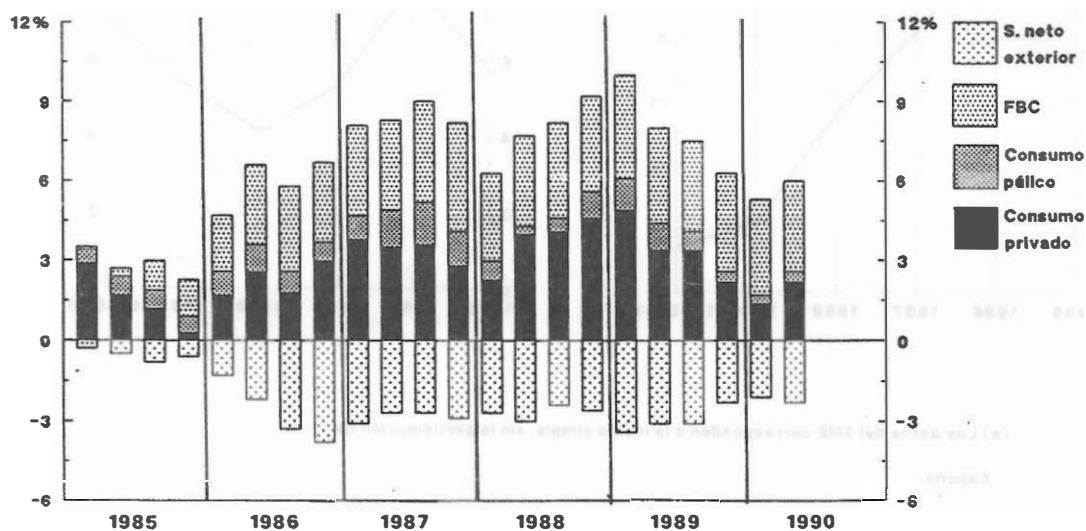
(1) Variación de reservas en millones de Dólares

Gráfico 2a

**EVOLUCION DE LA BRECHA ENTRE LA DEMANDA NACIONAL
Y EL PIB (*)
(Crecimiento real)**



**CONTRIBUCION AL CRECIMIENTO DEL PIB DE
SUS COMPONENTES (*)**



(*) Tasas de crecimiento de un trimestre frente
al mismo trimestre del año anterior.

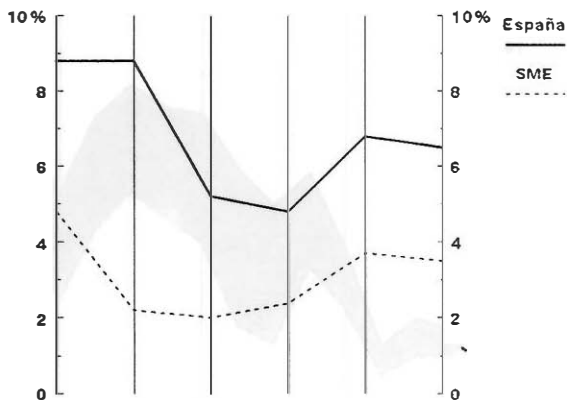
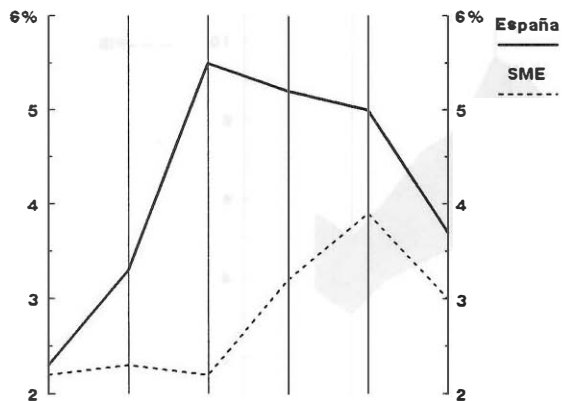
Gráfico 2b

INDICADORES DE CONVERGENCIA

ESPAÑA - SME (a)

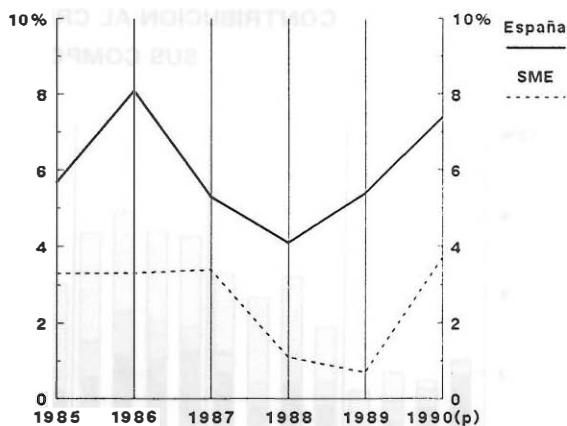
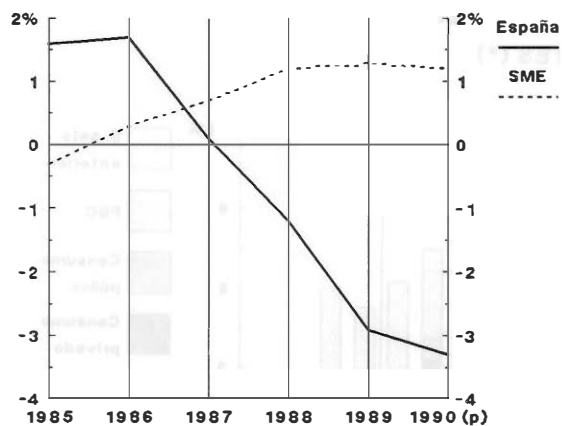
PIB REAL

PRECIOS CONSUMO



BALANZA CORRIENTE (% PIB)

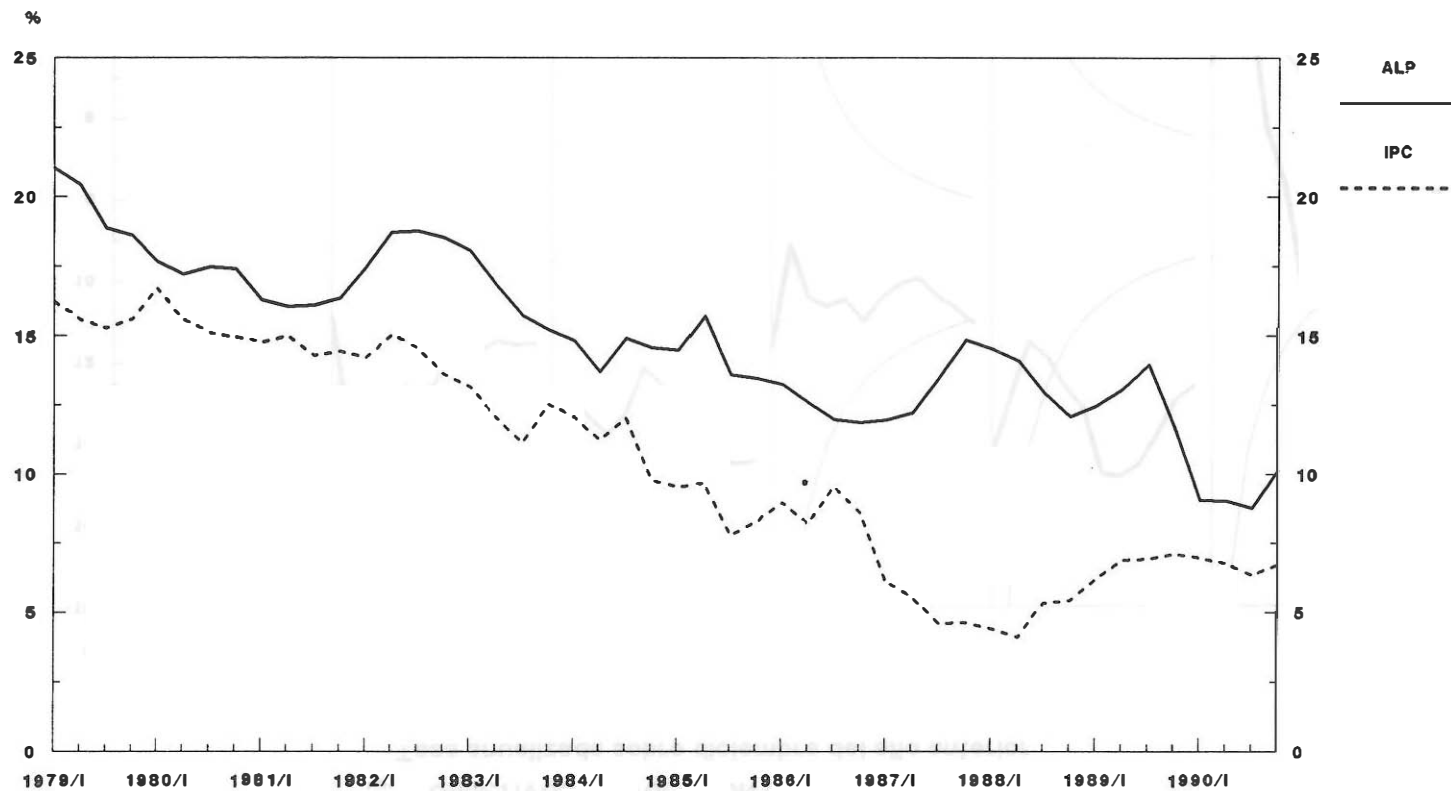
COSTES LABORALES UNITARIOS



(a) Los datos del SME corresponden a la media simple, sin la participación de España.

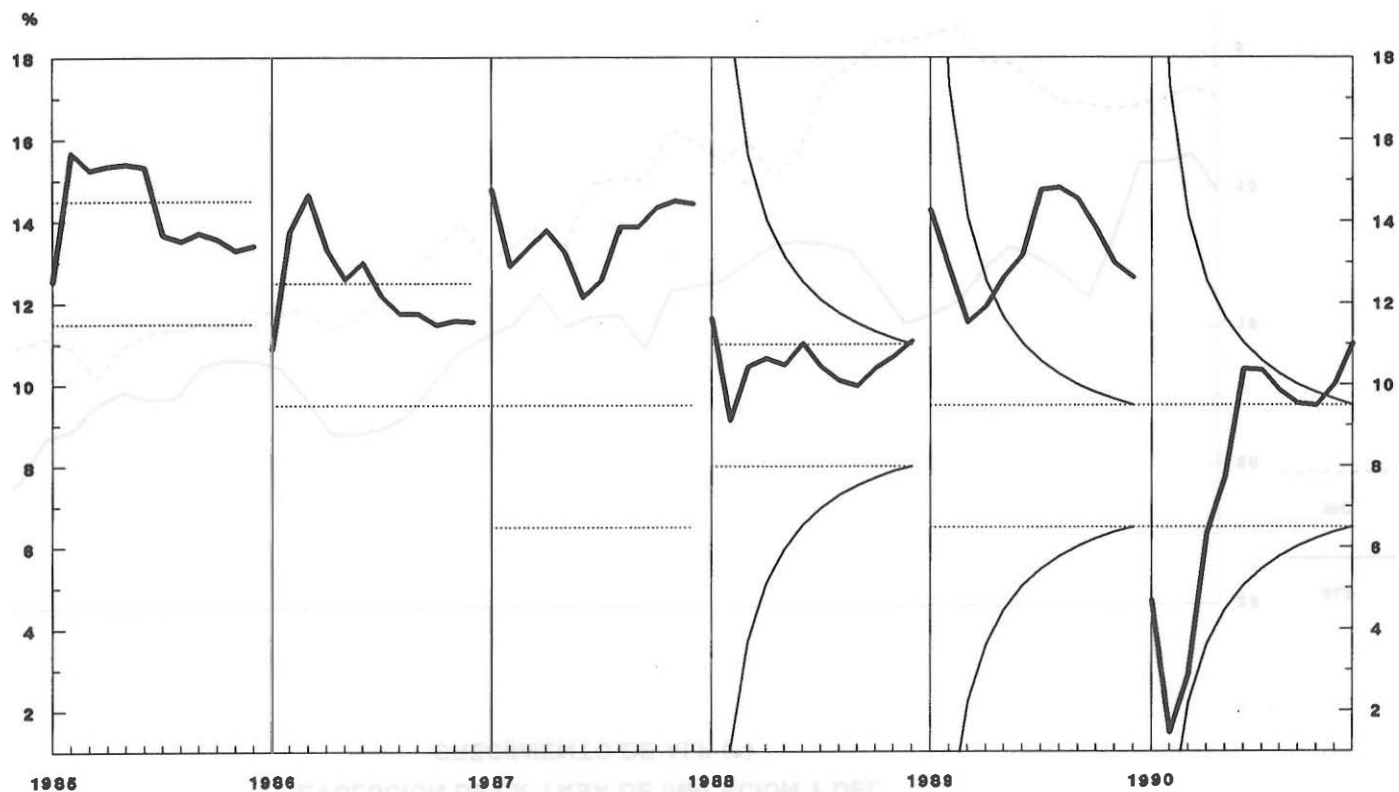
(p) Previsión.

EVOLUCION DE LA TASA DE INFLACION Y DEL CRECIMIENTO DE ALP (*)

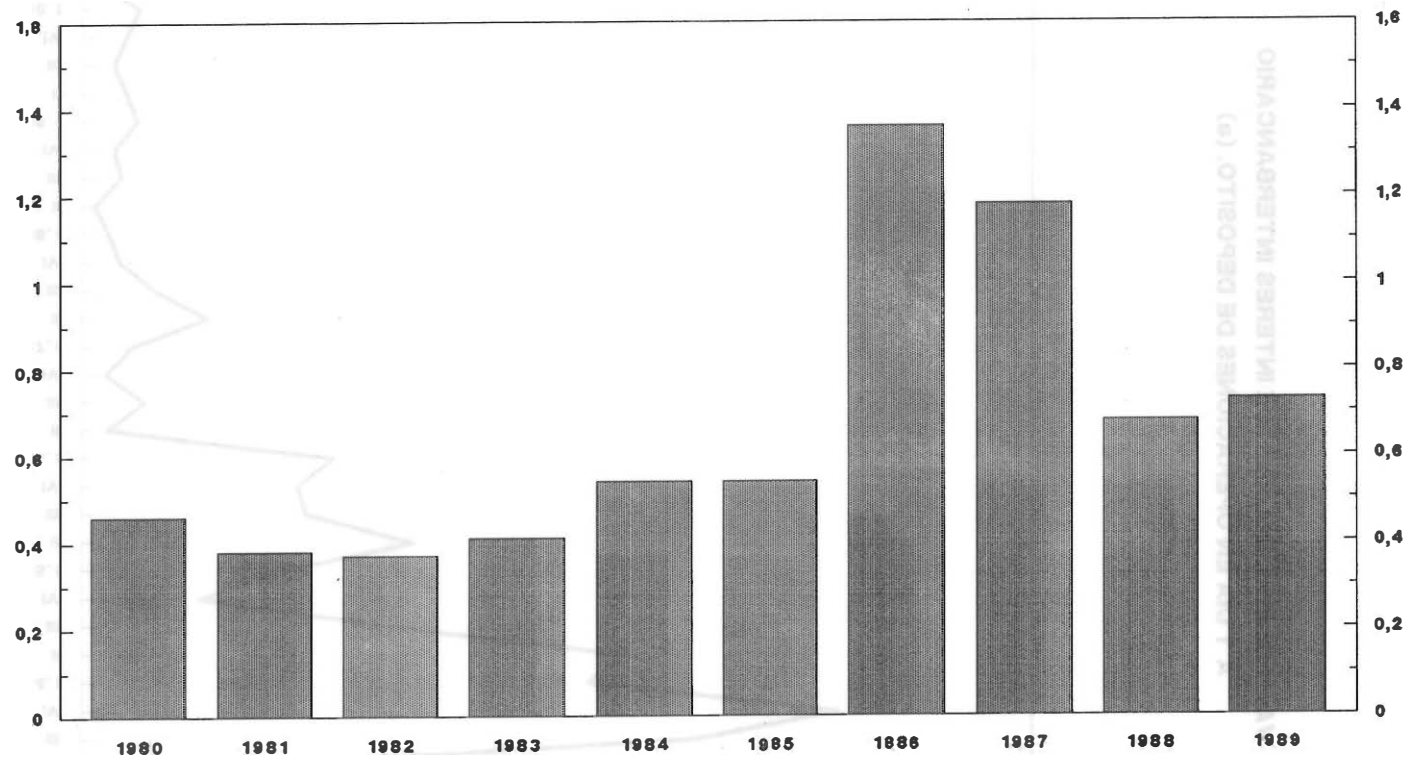


(*) Tasa de crecimiento de un trimestre frente
al mismo trimestre del año anterior.

OBJETIVOS Y EVOLUCION EFECTIVA DE ALP
Tasa anualizada sobre diciembre del año anterior



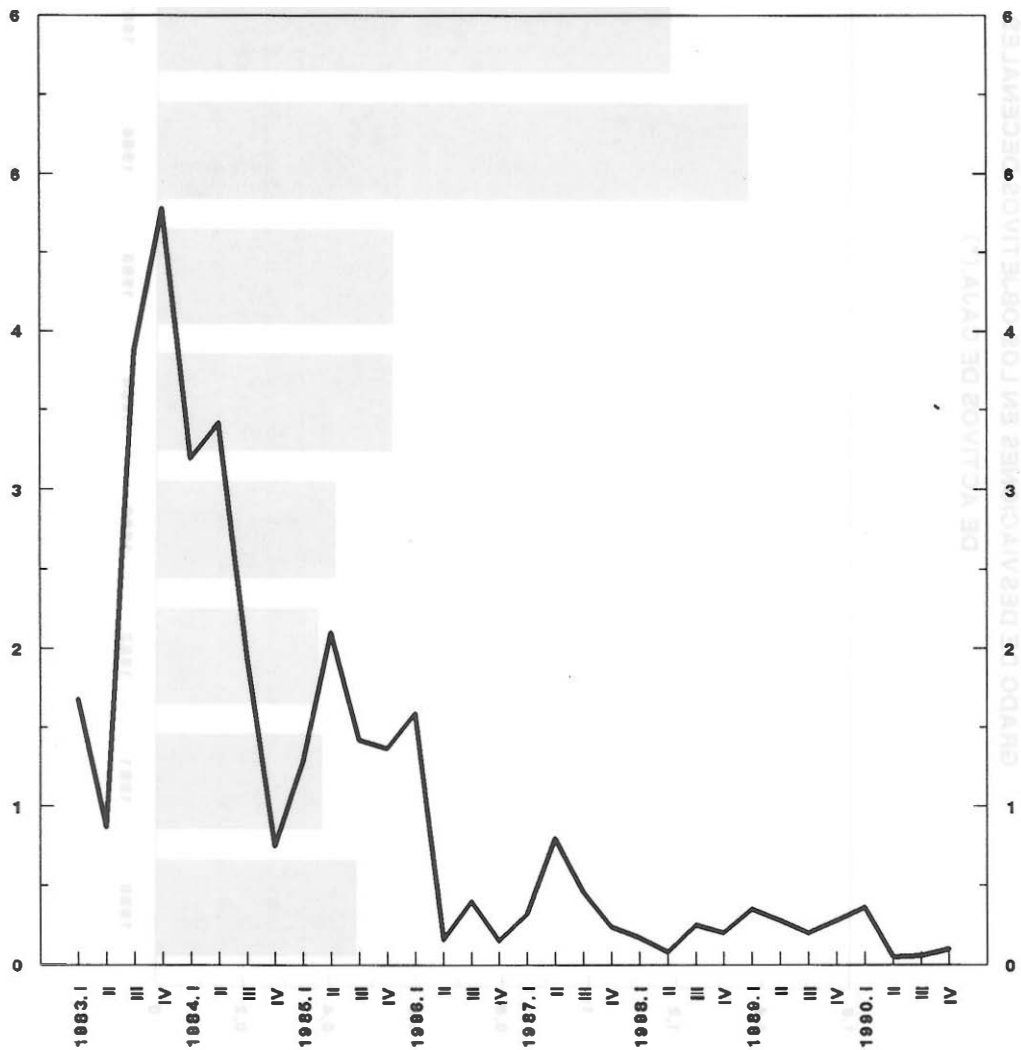
**GRADO DE DESVIACIONES EN LOS OBJETIVOS DECENALES
DE ACTIVOS DE CAJA.(*)**



(*) Desviación típica anual de las diferencias en logaritmos entre la media decenal de los dos diarios observados de activos de caja y los correspondientes objetivos.

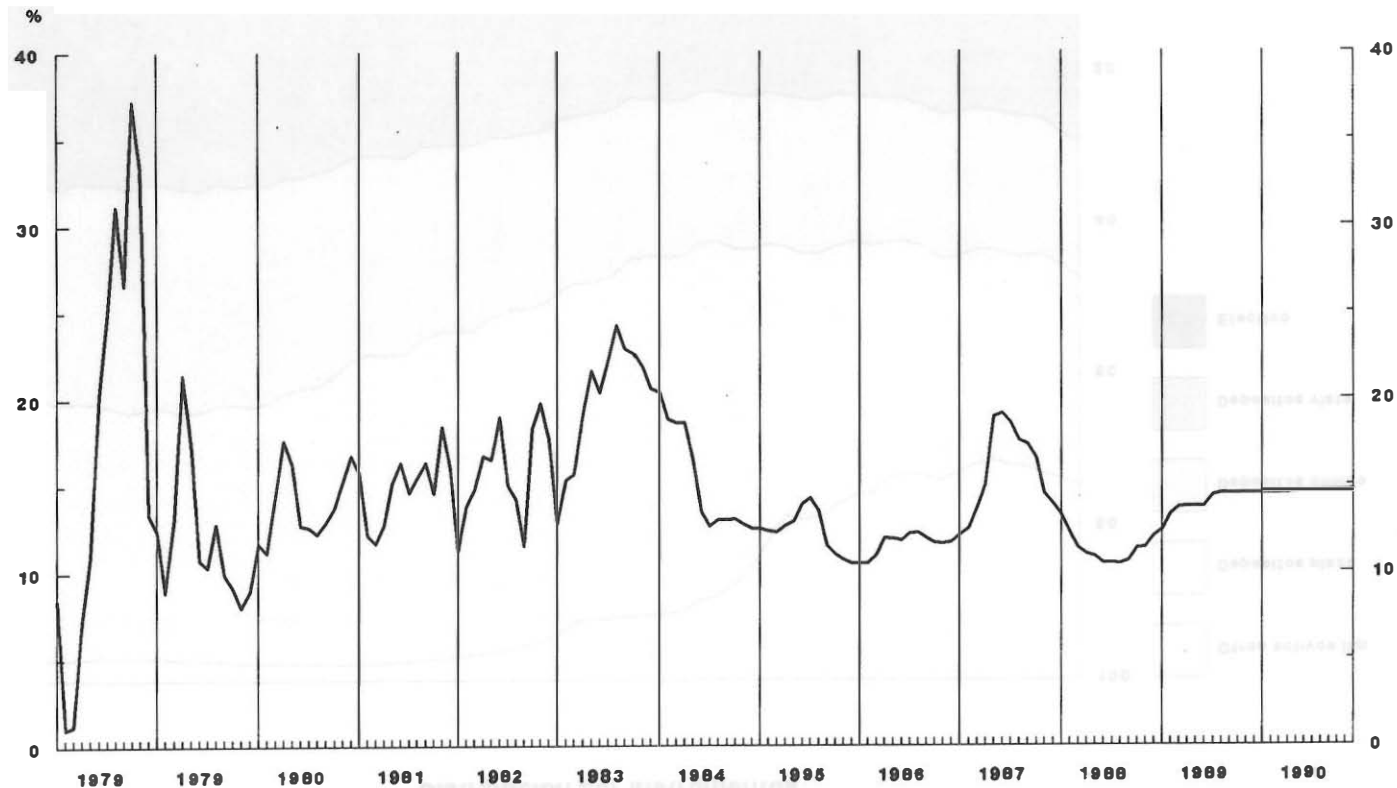
Gráfico 6

**VARIABILIDAD DEL TIPO DE INTERES INTERBANCARIO
A 1 DIA EN OPERACIONES DE DEPOSITO. (a)**



(a) Desviaciones típicas por trimestres de la
variación día a día.

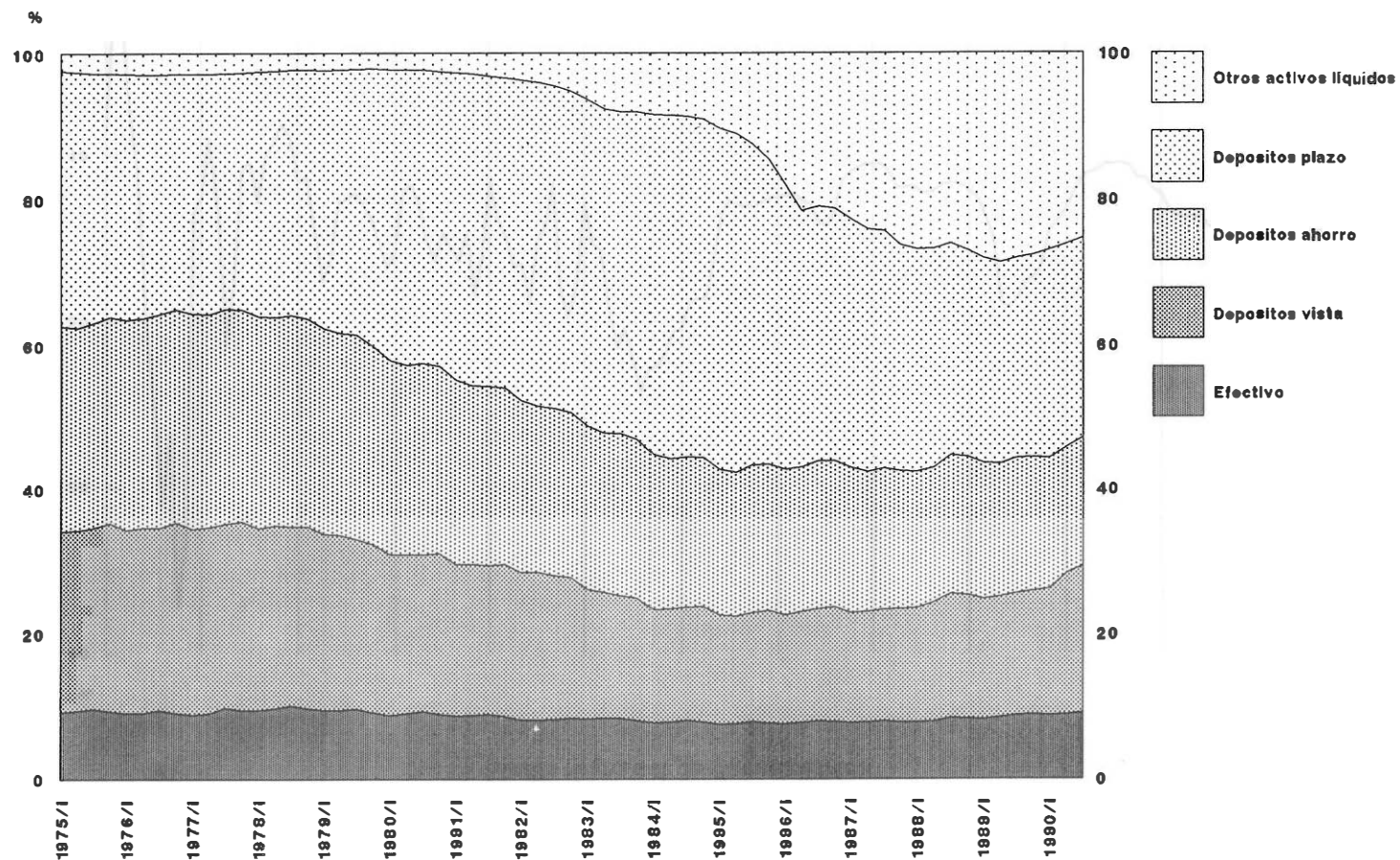
**TIPO DE INTERES DE INTERVENCION DEL
BANCO DE ESPAÑA (*)**
Media mensual de datos diarios



(*) Hasta abril de 1990 se utiliza el tipo de interés marginal de la subasta diaria de préstamos de regulación monetaria. Desde mayo, el tipo de interés que se presenta es el de las subastas decenales de certificados del Banco de España.

Gráfico 8

ESTRUCTURA INTERNA DE ALP Distribución por Instrumentos



BIBLIOGRAFIA

- ARIZTEGUI, J. y PEREZ, J. (1984): Recent Developments in the Implementation of Monetary Policy, Servicio de Estudios del Banco de España, documento de trabajo 8411.
- DOLADO, J.J. (1985): "La estabilidad de la demanda de dinero en España (1974-84)". Boletín Económico del Banco de España, septiembre.
- DOLADO, J.J. (1988): "Innovación financiera y Estabilidad de la demanda de dinero en España", Boletín Económico del Banco de España, abril.
- ESCRIVA, J.L. (1989): "La instrumentación de la política monetaria en España y la variabilidad de los tipos de interés". Boletín Económico del Banco de España, junio.
- ESCRIVA, J.L. y PEÑALOSA, J. (1989): "Indicadores sobre la intensidad del control de la cantidad de dinero por parte del Banco de España", Boletín Económico del Banco de España, marzo.
- FERNANDEZ DE LIS, S. (1989): "La política monetaria española tras la integración en el Sistema Monetario Europeo", Economistas, nº 40.
- FERNANDEZ DE LIS, S. y ARIZTEGUI, J. (1989): "Foreign Interest Rates and Monetary Policy in Spain", en International Interest Rate Linkages and Monetary Policy, BIS.

MARTINEZ MENDEZ, P. (1981): El control monetario a través de la base monetaria., Servicio de Estudios del Banco de España, Estudios Económicos nº 20.

MALO DE MOLINA, J.L. (1990): "Un año de dificultades y cambios en la política monetaria", Economistas, nº 41.

MALO DE MOLINA, J.L. Y PEREZ, J.(1990): "La política monetaria española en la transición hacia la Unión Monetaria Europea". Papeles de Economía Española nº 43.

ROJO, L.A. y PEREZ, J. (1977): La Política monetaria en España: objetivos e instrumentos, Servicio de Estudios del Banco de España, Estudios Económicos nº 10.

ROJO, L.A. Y ARIZTEGUI, J. (1984): "Financial Innovation and Monetary Policy in Spain", en Financial Innovation and Monetary Policy, BIS.

SANZ, B. (1988): "Los agregados monetarios en España y su carácter como objetivos intermedios", Boletín Económico del Banco de España, diciembre.

DOCUMENTOS DE TRABAJO (1):

- 8601 **Agustín Maravall:** Revisions in ARIMA signal extraction.
- 8602 **Agustín Maravall and David A. Pierce:** A prototypical seasonal adjustment model.
- 8603 **Agustín Maravall:** On minimum mean squared error estimation of the noise in unobserved component models.
- 8604 **Ignacio Mauleón:** Testing the rational expectations model.
- 8605 **Ricardo Sanz:** Efectos de variaciones en los precios energéticos sobre los precios sectoriales y de la demanda final de nuestra economía.
- 8606 **F. Martín Bourgón:** Indices anuales de valor unitario de las exportaciones: 1972-1980.
- 8607 **José Viñals:** La política fiscal y la restricción exterior. (Publicada una edición en inglés con el mismo número).
- 8608 **José Viñals and John Cuddington:** Fiscal policy and the current account: what do capital controls do?
- 8609 **Gonzalo Gil:** Política agrícola de la Comunidad Económica Europea y montantes compensatorios monetarios.
- 8610 **José Viñals:** ¿Hacia una menor flexibilidad de los tipos de cambio en el sistema monetario internacional?
- 8701 **Agustín Maravall:** The use of ARIMA models in unobserved components estimation: an application to spanish monetary control.
- 8702 **Agustín Maravall:** Descomposición de series temporales: especificación, estimación e inferencia (Con una aplicación a la oferta monetaria en España).
- 8703 **José Viñals y Lorenzo Domingo:** La peseta y el sistema monetario europeo: un modelo de tipo de cambio peseta-marco.
- 8704 **Gonzalo Gil:** The functions of the Bank of Spain.
- 8705 **Agustín Maravall:** Descomposición de series temporales, con una aplicación a la oferta monetaria en España: Comentarios y contestación.
- 8706 **P. L'Hotellerie y J. Viñals:** Tendencias del comercio exterior español. Apéndice estadístico.
- 8707 **Anindya Banerjee and Juan Dolado:** Tests of the Life Cycle-Permanent Income Hypothesis in the Presence of Random Walks: Asymptotic Theory and Small-Sample Interpretations.
- 8708 **Juan J. Dolado and Tim Jenkinson:** Cointegration: A survey of recent developments.
- 8709 **Ignacio Mauleón:** La demanda de dinero reconsiderada.
- 8801 **Agustín Maravall:** Two papers on arima signal extraction.
- 8802 **Juan José Camio y José Rodríguez de Pablo:** El consumo de alimentos no elaborados en España: Análisis de la información de Mercasa.
- 8803 **Agustín Maravall and Daniel Peña:** Missing observations in time series and the «dual» autocorrelation function.
- 8804 **José Viñals:** El Sistema Monetario Europeo. España y la política macroeconómica. (Publicada una edición en inglés con el mismo número).
- 8805 **Antoni Espasa:** Métodos cuantitativos y análisis de la coyuntura económica.
- 8806 **Antoni Espasa:** El perfil de crecimiento de un fenómeno económico.
- 8807 **Pablo Martín Aceña:** Una estimación de los principales agregados monetarios en España: 1940-1962.
- 8808 **Rafael Repullo:** Los efectos económicos de los coeficientes bancarios: un análisis teórico.
- 8901 **M.^a de los Llanos Matea Rosa:** Funciones de transferencia simultáneas del índice de precios al consumo de bienes elaborados no energéticos.
- 8902 **Juan J. Dolado:** Cointegración: una panorámica.
- 8903 **Agustín Maravall:** La extracción de señales y el análisis de coyuntura.
- 8904 **E. Morales, A. Espasa y M. L. Rojo:** Métodos cuantitativos para el análisis de la actividad industrial española. (Publicada una edición en inglés con el mismo número).
- 9001 **Jesús Albarracín y Concha Artola:** El crecimiento de los salarios y el deslizamiento salarial en el período 1981 a 1988.
- 9002 **Antoni Espasa, Rosa Gómez-Churrua y Javier Jareño:** Un análisis econométrico de los ingresos por turismo en la economía española.
- 9003 **Antoni Espasa:** Metodología para realizar el análisis de la coyuntura de un fenómeno económico. (Publicada una edición en inglés con el mismo número).
- 9004 **Paloma Gómez Pastor y José Luis Pellicer Miret:** Información y documentación de las Comunidades Europeas.

- 9005 **Juan J. Dolado, Tim Jenkinson and Simon Sosvilla-Rivero:** Cointegration and unit roots: a survey.
- 9006 **Samuel Bentolila and Juan J. Dolado:** Mismatch and Internal Migration in Spain, 1962-1986.
- 9007 **Juan J. Dolado, John W. Galbraith and Anindya Banerjee:** Estimating euler equations with integrated series.
- 9008 **Antoni Espasa y Daniel Peña:** Los modelos ARIMA, el estado de equilibrio en variables económicas y su estimación. (Publicada una edición en inglés con el mismo número).
- 9009 **Juan J. Dolado and José Viñals:** Macroeconomic policy, external targets and constraints: the case of Spain.
- 9010 **Anindya Banerjee, Juan J. Dolado and John W. Galbraith:** Recursive and sequential tests for unit roots and structural breaks in long annual GNP series.
- 9011 **P. Martínez Méndez:** Nuevos datos sobre la evolución de la peseta entre 1900 y 1936. Información complementaria.
- 9101 **Javier Valles:** Estimation of a growth model with adjustment costs in presence of unobservable shocks.
- 9102 **Javier Valles:** Aggregate investment in a growth model with adjustment costs.
- 9103 **Juan J. Dolado:** Asymptotic distribution theory for econometric estimation with integrated processes: a guide.
- 9104 **José Luis Escrivá y José Luis Malo de Molina:** La instrumentación de la política monetaria española en el marco de la integración europea.

(1) Los Documentos de Trabajo anteriores a 1986 figuran en el catálogo de publicaciones del Banco de España.

Información: Banco de España
Sección de Publicaciones. Negociado de Distribución y Gestión
Teléfono: 338 51 80
Alcalá, 50. 28014 Madrid